



توقعات عامة على الميزانية السعودية للعام ٢٠١٦

٤ أكتوبر ٢٠١٥

هبوط سلس لا توقف مفاجئ

نغطي في هذا التقرير النظرة لميزانية المملكة للعام القادم في ظل تراجع أسعار البترول، حيث سيؤثر هذا التراجع على الثقة في المالية العامة لكنه لن يؤثر على قدرة الدولة في تبني ميزانية توسعية. يعتمد توجه الحكومة على إجابة سؤال بسيط: هل ما يحدث من تراجع في أسعار البترول مرحلة وتنتهي أم أننا ندخل في مرحلة جديدة ديناميكية العرض والطلب؟ يمكن للتغيرات الهيكلية أن تأتي بمنافع على المدى البعيد، لكن التقشف المالي يمكن أن يكون تدريجياً. مع وجود احتياطات كبيرة ومساحة للاقتراض، تعتبر المملكة في وضع جيد يمكنها من الهبوط بسلاسة. تتجه توقعات المستثمرين في السوق المالية السعودية إلى التكيف مع بيئة يتراجع فيها الإنفاق. عموماً، هناك حيرة حول مدى تخفيض الإنفاق ومن سيتأثر بشكل أكبر من التخفيض. نحدد في تحليلنا القطاعات المرتبطة تاريخياً بتحركات أسعار البترول.

الثقة مقابل القدرة

واجهت ميزانية المملكة للعامين ٢٠٠٩ و ٢٠١١ التقلبات الدورية مع دعم من أسعار البترول؛ عموماً، في ظل بيئة تتسم بعدم الوضوح، قد يتجه صانعو القرار إلى الحذر وكبح الإنفاق بالرغم من وجود احتياطات بقيمة ٢,٥ ترليون ر.س. وانخفاض نسبة الدين العام إلى الناتج المحلي الإجمالي إلى أقل من ٢,٠%. بالرغم من صعوبة توقع الاتجاه الرسمي، تتجه التصريحات الرسمية بشكل عام إلى توقع تعافي أسعار البترول بعد أن ينخفض إنتاج الدول غير الأعضاء في منظمة الدول المصدرة للبترول - أوبك، مما يدفعنا للاعتقاد بعدم حدوث توقف مفاجئ يتعلق بالإنفاق للعام القادم ٢٠١٦ على أقل تقدير؛ عموماً، ستكون الميزانية القادمة متوازنة بشكل دقيق مع تخفيض مرجح في الإنفاق على المشاريع الضخمة القائمة.

مصادر الدخل البديلة

خلال الفترة من العام ٢٠٠١ إلى ٢٠٠٤، أدى تخفيض إنتاج البترول في دول منظمة أوبك إلى ارتفاع فوري في أسعار النفط الخام بنسبة ١١% مع نتائج مختلفة على المدى القريب. تتأثر النتائج بالنمو الاقتصادي العالمي والطلب، مما يعني أن الأوضاع الحالية قد لا تأتي بالنتائج المطلوبة. قد يستمر التركيز على تحفيز الطلب بدلا من رفع الأسعار، حيث نعتقد أنه يمكن الاستفادة من النمو في الاستهلاك المحلي دون التأثير على المخرجات الاقتصادية. في تقديرنا، أي زيادة في سعر المبيعات المحلية بقيمة دولار أمريكي واحد يقابلها ارتفاع في الإيرادات العامة بقيمة تقارب ٤ مليار ر.س. سنوياً. سيتبع هذا الأمر بطبيعة الحال ارتفاع في التكاليف ينتهي به الأمر عند المستهلك النهائي في شكل ارتفاع أسعار الوقود أو الكهرباء.

الخفض التدريجي في الإنفاق ممكن في ظل السيناريو الحالي

للعام ٢٠١٦، نحن نتوقع إيرادات بقيمة ٦٦٥ مليار ر.س. من متوسط سعر ٥٥ دولار أمريكي للبرميل، كما نرى أن عملية ترشيد الإنفاق قد بدأت فعلاً وسيتم الكشف عنها خلال الأشهر القادمة. بافتراض تخفيض في الميزانية بنسبة ٥% لتصل إلى ٨١٧ مليار ر.س. مع تخفيض في الإنفاق الفعلي بنسبة ٩% ليصل إلى ١,٠ ترليون ر.س. سينتج عنه عجز بقيمة ٣٥٠ مليار ر.س.، حيث يمكن تغطية هذا العجز من خلال استمرار برنامج الاقتراض بقيمة ١١٥ مليار ر.س. بالإضافة إلى سحب ٢٣٥ مليار ر.س. من الإحتياطات. قد يتطلب الأمر إجراءات أكثر صرامة إذا ما استمرت بيئة أسعار البترول أقل من ٥٠ دولار للبرميل خلال الفترة ما بعد العام ٢٠١٦.

قطاعي التجزئة والعقار لا تتأثر بالبترول

ارتبطت المصارف والبتروكيماويات تاريخياً بالتغير في أسعار البترول؛ عموماً، مع نمو الإقراض خلال الربع الثاني ٢٠١٥ عن الربع المماثل من العام الماضي بنسبة ١٠%، لا نتوقع تغيرات في الطلب على القروض مما قد ينتج عنه مفاجئ سارة للمصارف. مع اختبارات الجهد والضغط على الأصول قد تتمكن المصارف من الاستمرار في بيئة تتسم بالتراجع في الاقتصاد. قطاعي التجزئة والعقارات لم يؤثر عليهما التغير في أسعار البترول في الماضي، عموماً في الربع الثالث ٢٠١٥ اقترب الارتباط بينهما وبين أسعار البترول إلى حافة الارتباط مما يدل على التأثير نتيجة للتراجع في أسعار البترول.

إجمالي الإحتياطات (مليار ر.س.)

مايو ٢٠١٥	٢,٥٤٩
يونيو ٢٠١٥	٢,٥٢٠
يوليو ٢٠١٥	٢,٥٠٨

الإنتاج السعودي للبترول (مليون برميل يوميا)

مايو ٢٠١٥	١٠,٣
يونيو ٢٠١٥	١٠,٦
يوليو ٢٠١٥	١٠,٤

سعر البترول (دولار أمريكي/برميل)

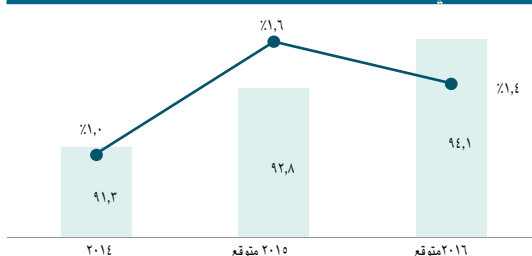
عربي خفيف (AL)	خام برنت (Brent)	غرب تكساس (WTI)
مايو ٢٠١٥	٦٢,٦٢	٥٩,٢٨
يونيو ٢٠١٥	٦٠,٩٤	٥٩,٨١
يوليو ٢٠١٥	٥٤,٩٥	٥١,١٧
أغسطس ٢٠١٥	٤٦,٥٢	٤٦,٧٢

توقعات النمو الاقتصادي (%)

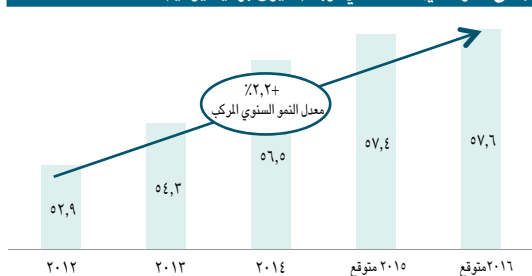
٢٠١٤	٢٠١٥ متوقع	٢٠١٦ متوقع
العالم	٣,٤	٣,٣
المملكة العربية السعودية	٣,٥	٢,٨
الولايات المتحدة الأمريكية	٢,٤	٢,٥
الصين	٧,٤	٦,٨
الهند	٧,٣	٧,٥

المصدر: مؤسسة النقد الدولي، مبادرة بيانات المنظمات المشتركة، أوبك، صندوق النقد الدولي

الطلب العالمي على البترول (مليون برميل يوميا) والنمو



إنتاج الدول غير الأعضاء في أوبك (مليون برميل يوميا)



المصدر: أوبك

عاصم بختيار، CFA

abukhtiar@fransicapital.com.sa

+٩٦٦١١٢٨٣٦٨٤٤



توقعات عامة على الميزانية السعودية للعام ٢٠١٦

٤ أكتوبر ٢٠١٥

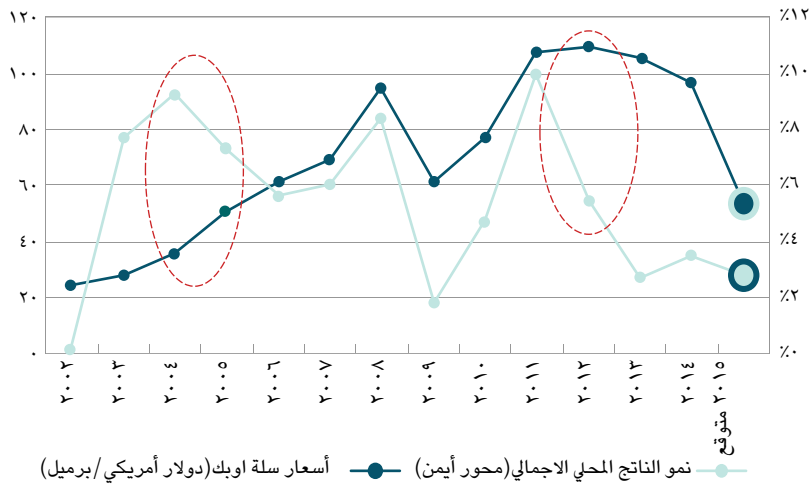
أول ما يفكر به

أول ما سيفكر به العملاء والمستثمرين هو توقعات وتقديرات الميزانية مع دخول الربع الرابع من العام ٢٠١٥ المليء بالتقلبات. هل سيكون هناك تخفيض بالإنتاج؟ كيف سيتم تقديره وكم مدته؟ في ظل السيناريو الحالي لأسعار البترول، قد تكون إجابة السؤال الأول أسهل من إجابة السؤال الثاني. لا شك أن الاحتياطات البالغة حوالي ٢,٥ تريليون ر.س. توفر الأمان في مواجهة اضطرابات الظروف الاقتصادية بشكل عام. بالنظر إلى نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي لعام ٢٠١٤ البالغة أقل من ٢٠٪، يوجد لدى الحكومة مجالا لاتخاذ الإجراءات المالية اللازمة. في نظرنا، ستكون الميزانية القادمة مدروسة للغاية بحيث أنه من المحتمل عدم تسرع المسؤولين في خفض الاحتياطات أو في رفع نسبة المديونية لتتجاوز ١٥٪ من الناتج المحلي الإجمالي. لاجتياز عام ٢٠١٦، سيتم التدقيق في كلا جانبي المعادلة، النفقات والإيرادات. إذا لم ينتعش سعر البترول خلال العام القادم، فإننا نتوقع إجراءات أكثر صرامة لكن أثرها على المستوى الفردي سيكون محدودا. في هذا التقرير، نستكشف البيانات المختلفة لرسم المسار المحتمل للمسؤولين التي سوف يعتمد بدوره في تحديد مسار الأسهم السعودية.

سعر البترول ونمو الناتج المحلي الإجمالي

قمنا بمقارنة معدلات نمو الناتج المحلي الإجمالي في المملكة العربية السعودية مع سلة أسعار أوبك منذ عام ٢٠٠٢ ولوحظ وجود علاقة ضعيفة بين المتغيرين. لاحظنا اختلاف الحركة في عامي ٢٠٠٤-٢٠٠٥ وعام ٢٠١٢ على الرغم من ارتفاع أسعار البترول، لم يواكب النمو في الناتج المحلي الإجمالي هذا الارتفاع. على العكس من ذلك، أدى انخفاض الأسعار إلى ضعف في النمو الاقتصادي خلال فترة الدراسة، على سبيل المثال عام ٢٠٠٩ وعام ٢٠١٣-٢٠١٤. المثير للاهتمام، أنه على الرغم من توقع تراجع أسعار البترول في عام ٢٠١٥ بنسبة ٤٥٪ عن العام السابق فإن الأثر الاقتصادي سيكون أقل بكثير من أثر التراجع في العام ٢٠٠٩ عندما تراجع البترول بنسبة ٣٥٪. يمكن أن يعزى الأمر إلى التنوع حيث شكل البترول ٦٢٪ من الناتج المحلي في ٢٠٠٨ مقابل ٤٣٪ من الناتج المحلي في ٢٠١٤.

الشكل ١: نمو الناتج المحلي الإجمالي للسعودية مقابل متوسط أسعار البترول



المصدر: أوبك، مؤسسة النقد الدولي، صندوق النقد الدولي، البنك الدولي

قدر صندوق النقد الدولي ارتفاع النمو الاقتصادي السعودي في عامي ٢٠١٥ و ٢٠١٦ بنسبة ٢,٨٪ و ٢,٤٪ على التوالي. بينما من المتوقع ان يتراجع متوسط سعر تصدير البترول في عام ٢٠١٥ بنسبة ٣٨٪ ولكن سيرتفع في عام ٢٠١٦ بنسبة ٩٪ ليصل الى ٦٤,٦٠ دولار أمريكي للبرميل، وفقا لصندوق النقد الدولي. نرى أن المحافظة على السيولة النقدية ستأخذ الأولوية في تحفيز النمو الاقتصادي. منذ عام ٢٠٠٩، نجحت الحكومة بسهولة في إدارة الميزانيات التوسعية لمواجهة التقلبات الدورية لمعرفتها بأن اسعار النفط ستكون داعمة. في البيئة الحالية اعلنت الوكالة الدولية للطاقة بلوغ المخزونات إلى مستويات قياسية مع ركود في الطلب، مما يرجح ان تبدأ الحكومة في ترشيد الانفاق. علاوة على ذلك، قد يدفع ربط العملة وارتفاع أسعار الفائدة في الولايات المتحدة الى ترشيد غير مرغوب فيه في المملكة العربية السعودية.

خفض الإنتاج وإعانات الوقود

تنتج المملكة العربية السعودية البترول الخام على اعل مستوى منذ عام ٢٠٠٢ بمتوسط إنتاج ١٠,٢ مليون برميل يوميا مقابل متوسط ٨,٩ مليون برميل يوميا خلال الاثنى عشر عاما السابقة. بينما تراجعت الصادرات بنسبة ٧٢٪ من الإنتاج مقابل ٧٧٪ خلال نفس الفترة. نحن نرى ان ارتفاع الطلب المحلي لا يعكس بالضرورة الكمية المتاحة للتصدير ويجب هندسة الدعم الحكومي لتحقيق التوازن بين النمو الاقتصادي والإيرادات الحكومية. نعتقد أن الطلب العالمي على البترول الخام يدعم الصادرات بشكل رئيسي أكثر من الكمية الفائضة المتاحة.

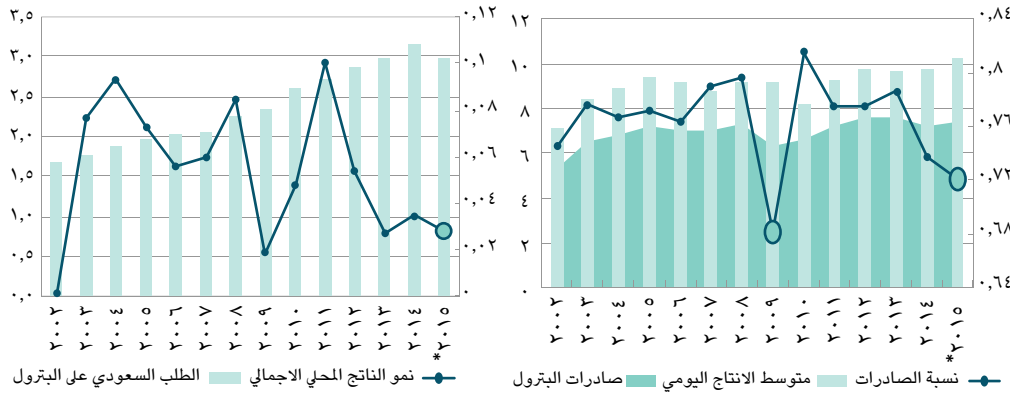


توقعات عامة على الميزانية السعودية للعام ٢٠١٦

٤ أكتوبر ٢٠١٥

لكن إذا ما استمر الاستهلاك على الوتيرة الحالية (ارتفاع معدل النمو السنوي المركب بنسبة ٤,٥٪)، فإنه يمكن أن تؤثر سلباً على الصادرات خلال فترة العشر سنوات القادمة. ثانياً، من غير المرجح أن يؤثر ارتفاع تكاليف الوقود المحتمل بشكل جوهري على النمو الاقتصادي سلباً.

الشكل ٢: صادرات البترول (مليون برميل يوميا) والطلب المحلي على البترول مقابل نمو الناتج المحلي الإجمالي



المصدر: أوبك، مبادرة بيانات المنظمات المشتركة، مكتب معلومات الطاقة الأمريكي
* منذ بداية العام حتى تاريخه

يعتبر الانكماش الاقتصادي بنسبة ٥,٥٪ في عام ٢٠٠٩ خير مثال على تأثير الطلب على الصادرات الذي انخفض إلى ٦٨٪ من الإنتاج على الرغم من الزيادة الطبيعية في الاستهلاك المحلي. بالمثل، ارتفعت الصادرات في العام اللاحق نتيجة للانتعاش الاقتصادي القوي حتى مع نمو قياسي في الاستهلاك المحلي الذي ارتفع بنسبة ١٠٪ عن العام السابق مقابل ارتفاع معدل نمو سنوي مركب لمدة ١٢ عام بنسبة ٤,٥٪. نلاحظ أن الاستهلاك المحلي ارتفع بين عام ٢٠٠٢ وعام ٢٠١٤ بغض النظر عن الظروف الاقتصادية في المملكة العربية السعودية. يمكن زيادة إيرادات الدولة باستحداث زيادات بسيطة في تكاليف الوقود دون إعاقه النمو. على سبيل المثال، يمكن تحصيل إيرادات سنوية تقارب ٤ مليار ر.س. عند رفع السعر ١ دولار أمريكي لكل برميل بترول مستهلك محلياً.

نتائج مختلطة عند خفض الإنتاج

يدفع تراجع أسعار النفط الخام مراقبي السوق على التساؤل إذا كان سيتم الإعلان عن خفض الإنتاج في قمة أوبك المقبلة في ٤ ديسمبر ٢٠١٥، حيث قامت مجموعة أوبك بخفض الإنتاج سبع مرات بين عام ٢٠٠٣ وعام ٢٠١٢ عند تراجع الأسعار أكثر من ١٠٪ في الأشهر الثلاثة السابقة. أعلن عن أكبر تخفيض في تاريخ المجموعة في أواخر عام ٢٠٠٨ ودخلت حيز التنفيذ في يناير عام ٢٠٠٩ ليصل إلى ٢,٢ مليون برميل يوميا. نرى احتمالا بعيدا لتخفيض الإنتاج هذه المرة على الرغم من التصحيح الحاد في سعر البترول الخام.

يعتبر خفض إنتاج البترول أداة فعالة في سوق متوازن بإحكام، حيث يمكن أن يؤدي أي انقطاع للإمدادات إلى ارتفاع الأسعار بشكل حاد ومستمر. مع ذلك، في حالة إفراق الأسواق، تحتاج مستويات المخزون إلى أن تعود إلى طبيعتها من خلال نمو الطلب بدعم من انخفاض الأسعار. ثانياً، إن أي انتعاش للأسعار يحفز المنتجين غير الأعضاء في أوبك إلى زيادة الإنتاج ليعود اختلال التوازن إلى السوق. ثالثاً، انتعاش الأسعار قد لا تكون كبيرة بما يكفي للتعويض عن تراجع الصادرات. في حالة المملكة العربية السعودية، افترض استمرار الاستهلاك المحلي عند ٢,٩ مليون برميل يوميا يظل ثابتاً في حين خفض الإنتاج يؤثر بشكل كبير على الصادرات. إن التخفيض بنسبة ٥٪ يؤدي إلى تراجع الصادرات بنسبة ٧٪، بالتالي يجب أن يكون الحد الأدنى من ارتفاع الأسعار أعلى من ٧٪ لتعويض تراجع الإيرادات.

الجدول ١: تخفيض الإنتاج

مليون برميل يوميا	الأساسي	٥٪	١٠٪	١٥٪
الإنتاج	١٠,٢	٩,٧	٩,٢	٨,٧
الاستهلاك	٢,٩	٢,٩	٢,٩	٢,٩
الصادرات	٧,٣	٦,٨	٦,٣	٥,٨
التغير في الصادرات		(٧٪)	(١٤٪)	(٢١٪)

المصدر: السعودي الفرنسي كابيتال

قمنا بالنظر في ست حالات من تخفيضات أوبك للإنتاج بين عامي ٢٠٠١ و ٢٠٠٤ والتي تراوحت ما بين ٣-٥٪ من مجموع الإنتاج، مما أدى إلى ارتفاع متوسط الأسعار بنسبة ١١٪ خلال فترة قصيرة. في عام ٢٠٠١، تم تخفيض الإنتاج ثلاث مرات مع انتعاش لم يدم طويلاً تلاشى فيما بعد. خلال ذلك العام، كان النمو في الولايات المتحدة والاقتصاد العالمي الأضعف بين عامي ٢٠٠٠ و ٢٠٠٥ حيث بلغ النمو ١,٠٪ و ٢,٥٪ على التوالي.

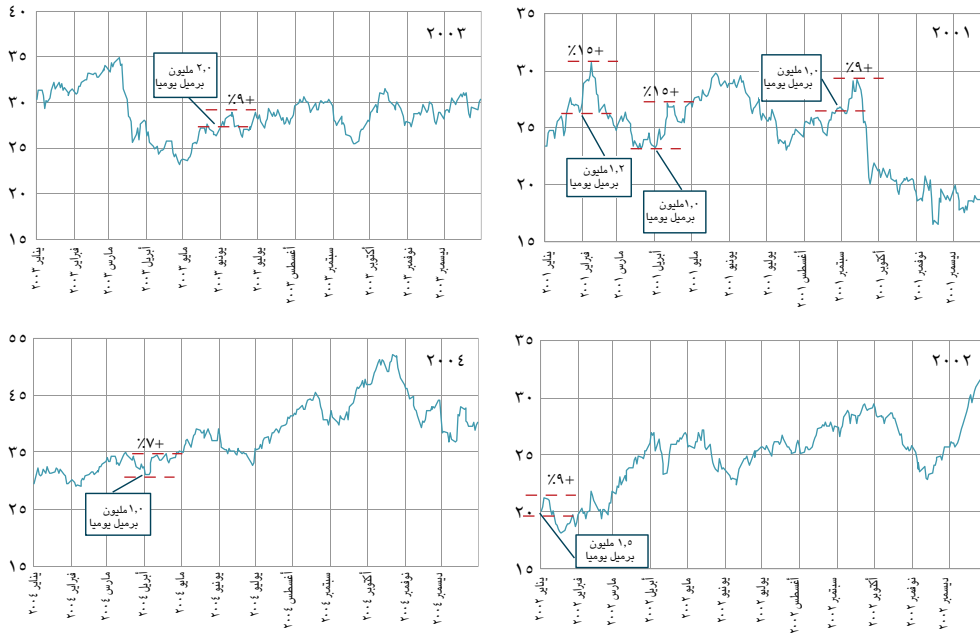


توقعات عامة على الميزانية السعودية للعام ٢٠١٦

٤ أكتوبر ٢٠١٥

في عام ٢٠٠٢، كان الارتفاع الفوري في السعر ضعيفا نسبيا عند ٩٪، مع ذلك أدى ارتفاع سعر البترول بنسبة ٥٠٪ على مدار العام إلى تحسين الصورة الاقتصادية. فشل تخفيض الإنتاج في عام ٢٠٠٣ في رفع السعر إلى المستوى المطلوب إلا أنها كانت إيجابية في عام ٢٠٠٤. يمكن أن نستنتج أن التخفيضات أدت إلى نتائج مختلطة حتى في الظروف الإيجابية. يزيد ضعف الطلب في عدم اليقين من تحقيق النتائج المرجوة من تخفيضات الإنتاج.

الشكل ٣: أثر تخفيض إنتاج أوبك على سعر برنت (دولار أمريكي/برميل)



المصدر: مكتب معلومات الطاقة الأمريكي، MEES

٤ أكتوبر ٢٠١٥

تعرض بيانات الإيرادات والنققات في الجدول أدناه. نلاحظ أن الإيرادات الفعلية قد فاقت الأرقام المتوقعة بنسبة ٦٨٪ في المتوسط بين عامي ٢٠٠٨ و٢٠١٤ بفضل ارتفاع أسعار البترول في بيئة مواتية. في عام ٢٠١٥، سوف نرى انعكاس هذه العلاقة عن الأسعار على الميزانية، كما يحتمل أن يتجاوز السعر المعتمد للبترول في الميزانية على السعر الفعلي بحدود ٢٥-٣٠٪. لعام ٢٠١٥ و٢٠١٦، استخدمنا النمو الناتج المحلي الإجمالي المتوقع من قبل صندوق النقد الدولي بحدود ٢٤١٥ مليار ر.س. و٢٥٨٨ مليار ر.س. على التوالي. يوفر البترول حوالي ٩٠٪ من إجمالي إيرادات الدولة، ولكنه قد ينخفض إلى ٨٣٪ بسبب ضعف أسعار البترول. تجاوز الإنفاق الفعلي الميزانية بمتوسط يبلغ ٢٧٪ على مدى السنوات السبع الماضية مع أكبر فارق بحدود ٤٣٪ في عام ٢٠١١. تاريخياً، تم تخصيص الجزء الأكبر من الإنفاق على الدفاع وتنمية الموارد البشرية.

٢٠١٦		٢٠١٥									
السعودي الفرنسي	التوقعات	السعودي الفرنسي	التوقعات	٢٠١٤	٢٠١٣	٢٠١٢	٢٠١١	٢٠١٠	٢٠٠٩	٢٠٠٨	مليار ر.س.
٢,٥٨٨	٢,٥٨٨	٢,٤١٥	٢,٤١٥	٢,٧٩٨	٢,٧٩١	٢,٧٥٢	٢,٥١١	١,٧١٠	١,٤١٣	١,٧٨٦	الناتج المحلي الإجمالي المرشح
٦٦٥			٧١٥	٨٥٥	٨٢٩	٧٠٢	٥٤٠	٤٧٠	٤١٠	٤٥٠	توقعات الإيرادات
		٦٤٧		١,٠٤٤	١,١٥٦	١,٢٤٧	١,١١٨	٧٤٢	٥١٠	١,١٠١	الإيرادات الفعلية
٥٥٠		٥٢٧		٩١٣	١,٠٣٥	١,١٤٥	١,٠٣٤	٦٧٠	٤٣٤	٩٨٣	البترول
١١٥		١١٠		١٣١	١٢١	١٠٣	٨٣	٧١	٧٥	١١٨	المنتجات غير البترولية
%٨٣		%٨٣		%٨٧	%٩٠	%٩٢	%٩٣	%٩٠	%٨٥	%٨٩	البترول %
%١٧		%١٧		%١٣	%١٠	%٨	%٧	%١٠	%١٥	%١١	المنتجات غير البترولية %
		(%١٠)		%٢٢	%٣٩	%٧٨	%١٠٧	%٥٨	%٢٤	%١٤٥	تباين التوقعات الفعلية
٧,٣٠٠		٧,٤٠٠	٧,٣٧٠	٧,١٥٣	٧,٥٧١	٧,٥٥٧	٧,٢١٨	٦,٦٤٤	٦,٢٦٨	٧,٣٢٢	البترول المصدر (مليون برميل يوميا)
		٥٣,٠٠٠ دولار	٥٣,٣١ دولار	٩٦,٢٩ دولار	١٠٥,٨٧ دولار	١٠٩,٤٥ دولار	١٠٧,٤٦ دولار	٧٧,٤٥ دولار	٦١,٠٦ دولار	٩٤,٤٥ دولار	سلة أسعار أوبك (برميل/دولار امريكي)
٥٥,٠٠٠ دولار			٦٧,١٦ دولار	٨٠,٣١ دولار	٧٧,٨٧ دولار	٦٥,٩٤ دولار	٥٠,٧٢ دولار	٤٤,١٥ دولار	٣٨,٥١ دولار	٤٢,٢٧ دولار	سعر البترول في الميزانية (برميل/دولار امريكي)

المصدر: مؤسسة النقد العربي السعودي، صندوق النقد الدولي، السعودي الفرنسي كابيتال



توقعات عامة على الميزانية السعودية للعام ٢٠١٦

٤ أكتوبر ٢٠١٥

من أجل رسم صورة الإيرادات والنفقات، وضعنا افتراض أساسي للوصول إلى أرقام العجز المحتملة، وهو وصول سعر البترول في عام ٢٠١٥ إلى ٥٣ دولار أمريكي مقابل متوسط أوليك منذ بداية العام بمعدل ٥٣,٣١ دولار أمريكي ومتوسط الصادرات بحدود ٧,٤ مليون برميل يوميا. في عام ٢٠١٥، وصلت الإيرادات الفعلية إلى ٦٤٧ مليار ر.س. مقابل الإيرادات المتوقعة بحدود ٧١٥ مليار ر.س. وهو ما يمثل عجزا قدره ٦٨ مليار ر.س. من المتوقع أن تصل أسعار الصادرات غير النفطية إلى ١١٠ مليار ر.س. مقابل ١٣١ مليار ر.س. في عام ٢٠١٤ بسبب تراجع أسعار البتروكيماويات. من وجهة نظرنا، نتوقع زيادة متواضعة في الإنفاق الجاري إلى ٧٧٧ مليار ر.س. مع انخفاض بحدود ١٠٪ في الإنفاق الرأسمالي إلى ٣٣٣ مليار ر.س. بإجمالي ١١١٠ مليار ر.س. بشكل أساسي، تستمر النفقات الفعلية ثابتة في عام ٢٠١٥ عن العام الماضي مقابل المبلغ المدرج في الميزانية بقيمة ٨٦٠ مليار ر.س. كما تشير تقديرات الإيرادات لدينا لعام ٢٠١٥ بحدوث عجز قدره ٥٧٣ مليار ر.س. أو ٢٤٪ من الناتج المحلي الإجمالي المتوقع وفقا لصندوق النقد الدولي. يمكن تغطية الإنفاق من خلال برنامج الدين بحدود ١١٥ مليار ر.س. وبحدود ٤٥٨ مليار ر.س. من خلال السحب من الاحتياطات.

من وجهة نظرنا، يمكن تحقيق الهبوط السلس في عام ٢٠١٦ دون الضغط على الخزينة. لنفترض القيام بتخفيض ٥٪ في الميزانية إلى ٨١٧ مليار ر.س. والإنفاق الفعلي من ١٠١٤ مليار ر.س. (تراجع عن الفترة المماثلة من العام السابق بحدود ٩٪) بحيث يشمل تخفيض ٨٪ و ١٠٪ على التوالي في الإنفاق الجاري والرأسمالي. يبلغ العجز المتوقع ٣٥٠ ر.س. يمكن أن يصل إلى ٣٥٠ مليار أو ١٤٪ من الناتج المحلي الإجمالي بالإضافة إلى الديون بقيمة ١١٥ مليار ر.س. وسحب من الاحتياطي بحدود ٢٣٥ مليار ر.س. لترتفع نسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي بشكل مقبول إلى ما يقارب ١١٠٪، مع استمرار الاحتياطات عند مستوى جيد بحدود ٢ تريليون ر.س. في السنوات اللاحقة، يمكن أن يعود الإنفاق إلى مستويات توسعية نتيجة ارتفاع البترول. إذا استمر البترول منخفض على مدى السنوات العشر المقبلة يمكن الجمع بين تخفيضات تدريجية والبحث عن مصادر بديلة للإيرادات للتقليل من أثر الانخفاض.

هل يمكن التوسع في الميزانية؟

على الرغم من احتمال التوسع في الميزانية إلا أننا نعتقد أن الحذر يسود حتى تظهر بوادر انتعاش أسعار البترول على الأقل. في ظل غياب انتعاش الأسعار، لدى الجهات الحكومية الخيار بتمرير تكلفة الإنفاق على البنية التحتية للمستفيدين على شكل ضرائب أو تخفيض الدعم. في وقت سابق، قدرنا زيادة حدود دولار أمريكي واحد لكل برميل بترول على المستهلك المحلي تنعكس في زيادة تقارب ٤ مليار ر.س. في الإيرادات. في نهاية المطاف، سيتم تمرير هذه الزيادة إلى المستهلك النهائي على شكل زيادة في أسعار الرحلات الجوية، فواتير الكهرباء، وتكاليف الوقود أو أجور سيارات الأجرة. بدلا من ذلك ولكن أقل احتمالا، أعادة النظر في أسعار الغاز للاستخدام الصناعي، ولكن هذا يمكن أن يكون له تأثير اقتصادي أعمق من خلال إضعاف الوضع التنافسي لمنتجي البتروكيماويات والأسمدة أو منتجي الاسمنت.



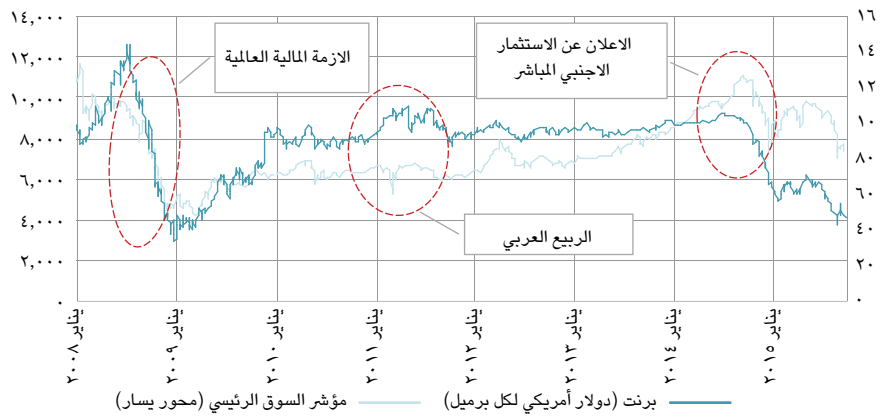
توقعات عامة على الميزانية السعودية للعام ٢٠١٦

٤ أكتوبر ٢٠١٥

إرتباط قوي

تتجه العلاقة بين البترول وسوق الأسهم السعودي إلى الارتباط خاصة عند انخفاض البترول إلى مستوى يؤثر على المالية العامة. منذ بداية عام ٢٠٠٨، نلاحظ عدة مؤشرات على الانحراف بين المتغيرين، فعلى سبيل المثال ارتفعت أسعار البترول خلال النصف الأول من عام ٢٠١١ على إثر التوترات السياسية الناجمة عن الربيع العربي، ليتحرك مؤشر السوق الرئيسي في الاتجاه المعاكس. نفس الحادثة في أواخر صيف عام ٢٠١٤، اعتمد السوق على إعلان السماح بالملكية الأجنبية المباشرة على الرغم من انخفاض أسعار البترول. عموماً، مع التراجع الكبير من حوالي ١٠٠ دولار أمريكي وصولاً إلى ٦٠ دولار أمريكي للبرميل، ازدادت قوة الارتباط مع أداء السوق واستمر تراجع أسعار السلع. المثير للاهتمام، مع استمرار أسعار البترول فوق المستوى المؤثر مالياً بحدود ٨٠ دولار أمريكي للبرميل، يتحرك مؤشر السوق الرئيسي بناءً على المتغيرات الأساسية، كما حصل في يناير ٢٠١٣ إلى يناير ٢٠١٤. ربما سينعكس سعر البترول على الأجواء السائدة خلال العام القادم، ليركز المستثمرون مرة أخرى على الأساسيات في تحرك مؤشر السوق الرئيسي.

الشكل ٤: برنت مقابل مؤشر السوق الرئيسي

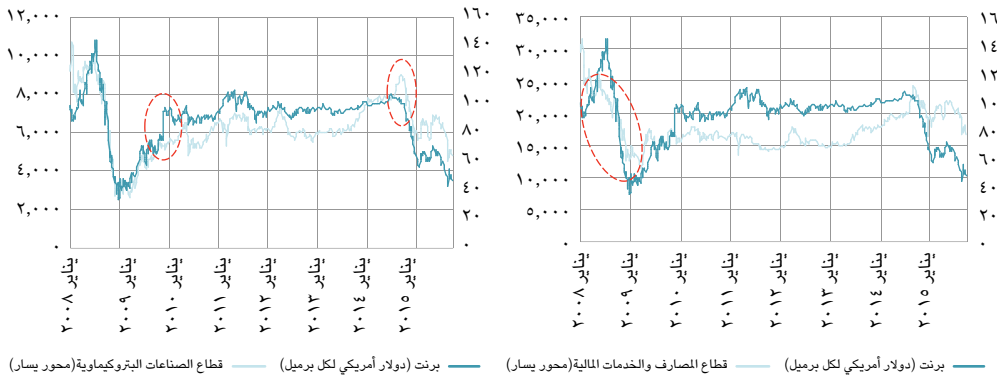


المصدر: بلومبرغ، السعودي الفرنسي كابيتال

من ناحية أخرى، سيعيد المستثمرون توقعاتهم إذا ما استقرت أسعار البترول، حتى وإن استقرت على مستوى ٥٠ دولار أمريكي. نسلط الضوء على رد الفعل السابق لبعض القطاعات الرئيسية لحركة أسعار البترول ونلاحظ أن كل من قطاع المصارف وقطاع الصناعات البتروكيمياوية يتفاعل بشكل فوري تقريباً مع التغيرات في سعر خام برنت. في عام ٢٠٠٨، لم يكن يبيع أسهم المصارف قوي كبيع أسهم قطاع البتروكيمياويات ولكن تغير ذلك في عام ٢٠١٥، مما يعكس اعتماد القطاع على الإنفاق الحكومي.

ارتباط قطاعي المصارف والبتروكيمياويات بشكل مباشر مع التغير في أسعار البترول

الشكل ٥: برنت مقابل المصارف والبتروكيمياويات



المصدر: بلومبرغ، السعودي الفرنسي كابيتال



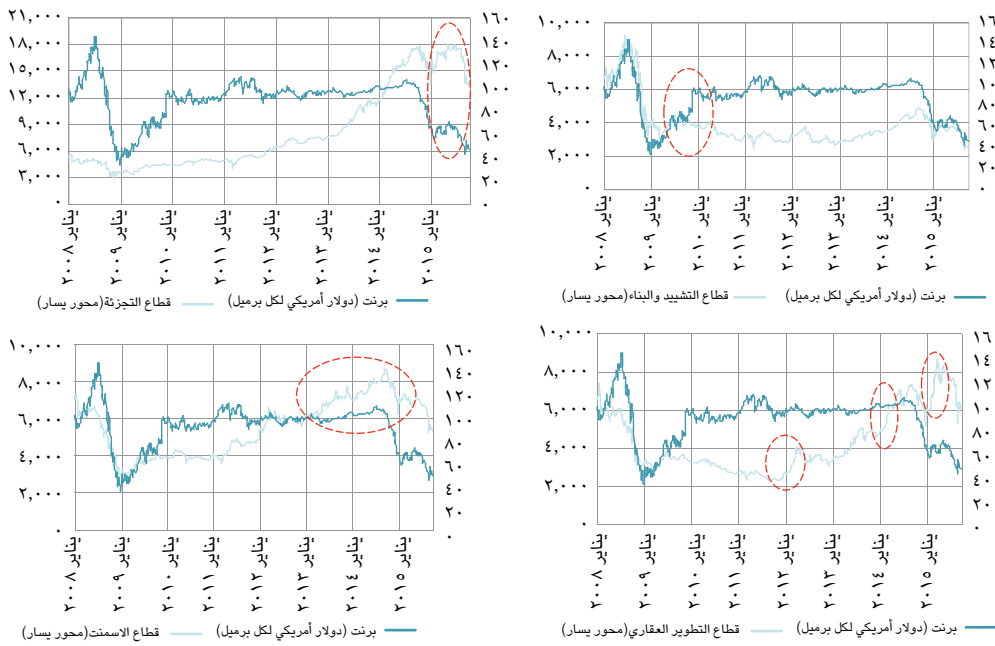
توقعات عامة على الميزانية السعودية للعام ٢٠١٦

٤ أكتوبر ٢٠١٥

يشير تحليلنا أن اثنين من أكثر القطاعات غير المرتبطة بأسعار البترول هي القطاع العقاري وقطاع التجزئة. في حالة القطاع العقاري، اعتبر الإعلان عن ميزانية نهاية العام محفزاً رئيسياً في كل من عام ٢٠١٢ و ٢٠١٤ و ٢٠١٥، بينما يعتبر قطاع التجزئة الأكثر تجاهلاً لحركة أسعار البترول منذ عام ٢٠٠٨، ولكن يبدو أن العلاقة ازدادت في عام ٢٠١٥. أعاق بعض المتغيرات ذات العلاقة قطاع البناء والتشييد، مثل ارتفاع تكاليف اليد العاملة ونقص العمالة، في حين تعافى قطاع الإسمنت تدريجياً من أدنى مستوياته في عام ٢٠٠٩. من الجدير بالذكر، أنه خلال الربع الثالث من عام ٢٠١٥ ازداد الارتباط نتيجة ترقب الميزانية. نحن نتوقع، إذا لم تكن تخفيضات الميزانية جذرية، سوف يتعافى السوق في مختلف القطاعات بالإضافة إلى تراجع الارتباط مع البترول. إذا نظرنا إلى الموضوع من ناحية أخرى، يعتبر كل من قطاعي المصارف والصناعات البتروكيمياوية أكثر ارتباطاً بالتغيرات في أسعار البترول.

قطاعي التطوير العقاري والتجزئة الأقل ترابطاً بأسعار البترول

الشكل ٦: برنت مقابل القطاعات الأخرى



المصدر: بلومبرغ، السعودي الفرنسي كابيتال



إطار العمل بالتوصيات

شراء: يوصي المحلل بشراء السهم عندما يكون تقديرنا للقيمة العادلة للسهم أعلى من سعر السهم في السوق بنسبة ١٠٪ أو أكثر.

احتفاظ: يوصي المحلل بالاحتفاظ بالسهم عندما يكون تقديرنا للقيمة العادلة للسهم أعلى أو أقل بنسبة ١٠٪ من سعر السهم في السوق.

بيع: يوصي المحلل ببيع السهم عندما يكون تقديرنا للقيمة العادلة للسهم أقل بنسبة ١٠٪ أو أكثر من سعر السهم السائد في السوق.

تحت المراجعة: أسهم الشركات الواقعة ضمن تغطيتنا للأسهم التي يطرأ عليها تغييراً مؤقتاً عن نطاق التصنيف المحدد لها.

معلومات الاتصال

قسم الأبحاث والمشورة

Research&Advisory@FransiCapital.com.sa

السعودي الفرنسي كابيتال

مركز الاتصال

٨٠٠ ١٢٥ ٩٩٩٩

الموقع الإلكتروني

www.sfc.sa

شركة السعودي الفرنسي كابيتال ذ.م.م.

سجل تجاري رقم ١٠١٠٢٣١٢١٧، صندوق بريد ٢٣٤٥٤، الرياض ١١٤٢٦،

المملكة العربية السعودية، المركز الرئيسي - الرياض

مرخصة من قبل هيئة السوق المالية بترخيص رقم (١١١٥٣-٣٧)



اخلاء المسؤولية

تم اعداد هذا التقرير من قبل شركة السعودي الفرنسي كابيتال، شركة استثمارية متخصصة لخدمات البنوك الاستثمارية، ادارة الأصول، الوساطة، الأبحاث، وخدمات الحافظ الأمين. يمكن أن يكون لشركة السعودي الفرنسي كابيتال أو شركتها التابعة علاقة بالشركة محل هذا التقرير و/أو أوراقها المالية.

يعتمد هذا التقرير على المعلومات المتاحة للعموم والتي نعتقد بثقتها، ولكننا لا نقدمها كمعلومات دقيقة أو مكتملة، وبالتالي لا يجب الاتكال عليها كمعلومات متكاملة أو دقيقة. وعليه، لا نقدم أو نضمن، لا صراحة ولا ضمناً، وينبغي أن لا يعول على عدالة أو دقة أو اكتمال أو صحة المعلومات والآراء المتضمنة في هذا التقرير.

تم اعداد هذا التقرير لأغراض المعلومات العامة فقط، ولا يسمح بإعادة انتاجه أو توزيعه لأي شخص. لا يعتبر هذا التقرير دعوة أو عرضاً لشراء أو بيع أي أوراق مالية. لم يأخذ التقرير في الاعتبار موائمة الاستثمار لطبيعة المستثمر. تحديداً، لم يتم خصيص هذا التقرير ليلائم أهداف استثمارية محددة، أو وضع مالي معين، أو درجة المخاطر المرغوبة، أو احتياجات أي شخص متلقي لهذا التقرير. تنصح شركة السعودي الفرنسي كابيتال بشدة أي مستثمر محتمل أن يطلب إرشاد قانوني، محاسبي ومالي لدى اتخاذ القرار حول الاستثمار في الأوراق المالية وملائمتها لمتطلباته /متطلباتها. تتضمن أي توصيات استثمارية متضمنة في التقرير المخاطر والعوائد المتوقعة.

إن شركة السعودي الفرنسي كابيتال غير مسؤولة، بإجمالي القوانين والأنظمة المطبقة، عن أي خسارة ناتجة عن هذا التقرير أو أي من محتوياته أو ما يعلق به. قد لا تتحقق التوقعات المستقبلية الخاصة بالتوقعات المالية وتقديرات القيمة العادلة. إن جميع الآراء والتقديرات المتضمنة في التقرير تعتمد على رأي شركة السعودي الفرنسي كابيتال بتاريخ اعداد التقرير، والتي يمكن أن تتغير دون إشعار. إن الأداء الماضي لأي استثمار لا يعكس بالضرورة النتائج المستقبلية. قيمة الأوراق المالية، أو الدخل منها، أو أسعارها أو عملاتها، يمكن أن ترتفع أو تنخفض. من المحتمل أن يسترجع المستثمر قيمة أقل من قيمة الاستثمار الفعلي. أيضاً، يمكن أن يخضع الاستثمار الى رسوم على الاستثمار في الأوراق المالية. يمكن أن يؤدي التغير في أسعار صرف العملات الى تغيرات كبيرة في قيمة أو سعر أو الدخل من ورقة مالية. لا يسمح بإعادة انتاج هذا التقرير أو أي أجزاء منه دون الحصول على الموافقة الخطية من شركة السعودي الفرنسي كابيتال. لا يجوز توزيع هذا التقرير أو نسخ منه خارج المملكة العربية السعودية حيث من الممكن أن يكون توزيعه ممنوع قانوناً. يجب على الأشخاص مستلمي التقرير أن يكونوا على دراية بمثل هذا المنع والالتزام مثل هذه القيود. باستلام هذا التقرير، يوافق المستلم على الالتزام بالقيود السابقة.

السعودي الفرنسي كابيتال، شركة محدودة المسؤولية؛ سجل تجاري ١٠١٠٣٣١٢١٧، صندوق بريد: ٢٣٤٥٤، الرياض ١١٤٢٦ المملكة العربية السعودية، المركز الرئيسي - الرياض. شركة مرخصة وخاضعة لأنظمة هيئة السوق المالية السعودية بموجب الترخيص رقم (١١١٥٣-٣٧).